

Rohstoffe

Ein alternativer Rohstoffindex

Rohstoffinvestments sind in der jüngsten Vergangenheit in die Kritik geraten. Die kritisierten negativen Folgen der Spekulation werden insbesondere mit indexierten Anlagen assoziiert. Ein von der Hochschule Luzern zusammen mit der Universität Basel entwickelter Prototyp eines alternativen Rohstoffindex trägt dieser Kritik Rechnung.

IN KÜRZE

In den Rohstoffindex werden nur Rohstoffe einbezogen, die keine preistreibenden Effekte auslösen.

Im aktuellen Tiefzinsumfeld sind die Investoren auf der Suche nach Anlageklassen, die attraktive Renditeperspektiven oder bessere Diversifikationseigenschaften bieten. Eine mögliche Alternative sind Anlagen in Rohstoffe, deren renditesteigernder Aspekt jedoch wachsender Kritik ausgesetzt ist. Es wird unterstellt, dass diese Investitionen die Rohstoffpreise und deren Volatilität dauerhaft erhöhen. So warnt die UNO-Konferenz für Handel und Entwicklung (UNCTAD) vor einer zunehmenden «Finanzialisierung» der Rohstoffmärkte, das heisst der wachsenden Durchdringung der Rohstoffmärkte durch Finanzmarktakteure und deren Anlagemotive.

Dies führe zu einer beträchtlichen Veränderung des Marktverhaltens und unterwerfe die Preisbildung wichtiger Rohstoffe, besonders der Nahrungsmittel, dem Einfluss der Finanzmärkte. Die kritisierten negativen Folgen der Spekulation werden insbesondere mit indexierten Anlagen assoziiert, also Anlagen auf verbreitete Rohstoffindizes wie beispielsweise GSCI und DJUBS.

Prototyp eines Rohstoffindex

Aus diesem Grund stellt sich die Frage, wie man indexiert und diversifiziert in Rohstoffe investieren kann, ohne diese negativen Effekte mit auszulösen.

Im Rahmen eines vom Bund finanzierten und durch verschiedene Wirtschaftspartner unterstützten Forschungsprojekts hat die Hochschule Luzern mit der Universität Basel den Prototyp eines alternativen Rohstoffindex entwickelt, der der geäusserten Kritik Rechnung trägt und ein hohes Diversifikationspotenzial aufweist. Dieser Index wird an-

schliessend als MVCI (Minimum-Varianz-Commodity-Index) bezeichnet.

Konstruktionsmerkmale des MVCI

Dem MVCI liegt das gleiche Universum an Rohstoffen zugrunde wie dem DJUBS. Die Innovation gegenüber diesem Index besteht in zwei Aspekten: einerseits in der Selektion der Rohstoffe und andererseits in der Gewichtung der einzelnen Rohstoffe.

Rohstoffselektion

Es werden nur jene Rohstoffe in den Index mit einbezogen, für die in der Vergangenheit keine preistreibenden Effekte der Spekulation bekannt sind. Ein solcher Effekt würde vorliegen, wenn die Preisschwankungen des Rohstoffs mit zunehmender Spekulation zunehmen. Grundlage dieser Analyse bilden sogenannte Granger-Kausalitätstests, die mit unterschiedlichen Spekulationsmassen vorgenommen werden.¹

Indexgewichte

Anders als bei den verbreiteten Rohstoffindizes werden die Gewichte der einzelnen Rohstoffe nicht aufgrund von Produktionsmengen, Handelsvolumina oder der Liquidität bestimmt, sondern anhand des maximalen Diversifikationspotenzials des Indexes gegenüber einem vorgegebenen Referenzportfolio (beispielsweise BVG-Index). Konkret wird ein Optimierungsproblem gelöst, bei dem die Gewichtungen der einzelnen

¹ M. Haase, Y. Seiler, H. Zimmermann (2015): Commodity returns and their volatility in relation to speculation: A consistent empirical approach, <http://ssrn.com/abstract=2666219>.

Rohstoffe gegenüber dem Referenzportfolio so festgelegt werden, dass das um die Rohstoffanlagen ergänzte Referenzportfolio das tiefstmögliche Risiko aufweist (globales Minimum-Varianz-Portfolio). Das bedeutet, dass bei der Portfoliozusammensetzung die Renditeerwartungen der einzelnen Rohstoffe überhaupt keine Rolle spielen; die Indexgewichte sind nur von den Annahmen abhängig, welche für die bestmögliche Diversifikation des Risikos getroffen werden. Schliesslich ist zu erwähnen, dass bei der Zusammensetzung des MVCI Gewichtsbeschränkungen angewandt werden.

Für die konkrete Berechnung des MVCI stellt sich die Frage nach dem relevanten Referenzportfolio. Dieses widerspiegelt das Anlageverhalten beziehungsweise die Anlagestrategie des betrachteten Investors. Für eine Pensionskasse dürften die Indizes der Pictet BVG-Indexfamilie eine naheliegende Wahl sein. Für die nachfolgenden Berechnungen wird der Index BVG-60 plus mit einer Aktienquote von 60 Prozent (Aktien Schweiz 15 Prozent, Aktien Welt 30 Prozent, Hedge Funds und Private Equity je 7.5 Prozent) herangezogen.

Stabilisierende Effekte des MVCI

Die Konstruktionsweise des MVCI weist mehrere Vorteile auf. Erstens werden nur Rohstoffe berücksichtigt, für die in der Vergangenheit keine preistreibenden Effekte der Spekulation nachgewiesen werden können. Damit wird der öf-

fentlichen Kritik gegenüber Rohstoffanlagen Rechnung getragen. Zweitens führt die Fokussierung auf eine Minimum-Varianz-Strategie zu einer antizyklischen Anpassung der Rohstoffgewichte, was den potenziellen preistreibenden Druck der Investoren abschwächt. Damit wirkt die dem Index zugrundeliegende Strategie einer möglichen Gefahr einer «Finanzialisierung» der Rohstoffmärkte entgegen.

Die Grafik illustriert diesen Effekt anhand von Weizen und Referenzportfolio BVG-60 plus. Die blaue Linie zeigt den Zusammenhang (den Korrelationskoeffizienten) zwischen den Preisveränderungen des Referenzportfolios BVG-60 plus und jenen von Weizen. Bewegen sich die beiden Preise in dieselbe (entgegengesetzte) Richtung, liegt eine positive (negative) Korrelation vor. Es fällt auf, dass bei gleichgerichteten Preisveränderungen die Gewichtung von Weizen reduziert wird, während bei entgegengesetzten Preisveränderungen eine höhere Gewichtung erfolgt. Die Gewichtung eines Rohstoffs wird also nur dann erhöht, wenn dessen Preis in die entgegengesetzte Richtung zu den Vermögenswerten des BVG-Portfolios verläuft, was einer «Finanzialisierung» des Rohstoffmarkts entgegenwirkt. Die Grafik zeigt, dass in Phasen positiver Abhängigkeit der Märkte die Gewichtung des Rohstoffs auf Null gesetzt wird, was den spekulativen Druck eliminiert.

Die dynamische Optimierung der Rohstoffgewichte des MVCI führt dazu, dass in Kombination mit einem BVG-

Referenzportfolio bessere Diversifikationseffekte erzielt werden als bei Verwendung traditioneller Rohstoffindizes.

Es ist anzumerken, dass es sich bei dem hier dargestellten Index um einen Prototyp handelt, der hinsichtlich regulatorischer Erfordernisse und Implementierung noch zu konkretisieren ist. **I**

Prof. Dr. Yvonne Seiler Zimmermann

Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ
Hochschule Luzern

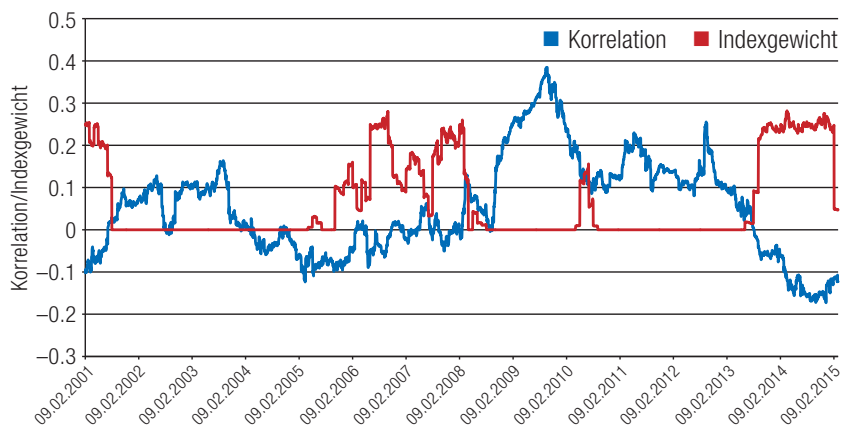
Dr. Marco Haase

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum WW/Z
Universität Basel

Prof. Dr. Heinz Zimmermann

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum WW/Z
Universität Basel

Indexgewicht und Korrelation zwischen den Preisveränderungen von Weizen und BVG-Index 60 plus



Quelle: Eigene Darstellung